

Показатель структурной ликвидности как индикатор процентной политики

В статье рассматриваются основные принципы и направления процентной политики Банка России во втором полугодии 2006 года. Показаны возможности совершенствования показателей ликвидности банковского сектора и обосновано введение новых для России индикаторов политики управления банковской ликвидностью на основе статистической модели.

1. Роль и основные направления процентной политики Банка России

В июле–декабре 2006 года процентная политика Банка России, как и в предыдущие периоды, была направлена на регулирование уровня банковской ликвидности в целях снижения системных рисков и формирования денежного предложения, обеспечивающего достижение целевых показателей инфляции. В рассматриваемый период Банк России продолжил осуществление политики постепенного перехода к процентному таргетированию посредством сокращения разницы процентных ставок по операциям рефинансирования и стерилизации, проводимым на фиксированных условиях. Во второй половине 2006 года Банк России дважды повысил уровень процентных ставок по депозитным операциям, а также однократно снизил уровень ставки рефинансирования, в результате чего процентный дифференциал по используемым Банком России инструментам сократился на 1,25 процентных пункта (рис. 1).

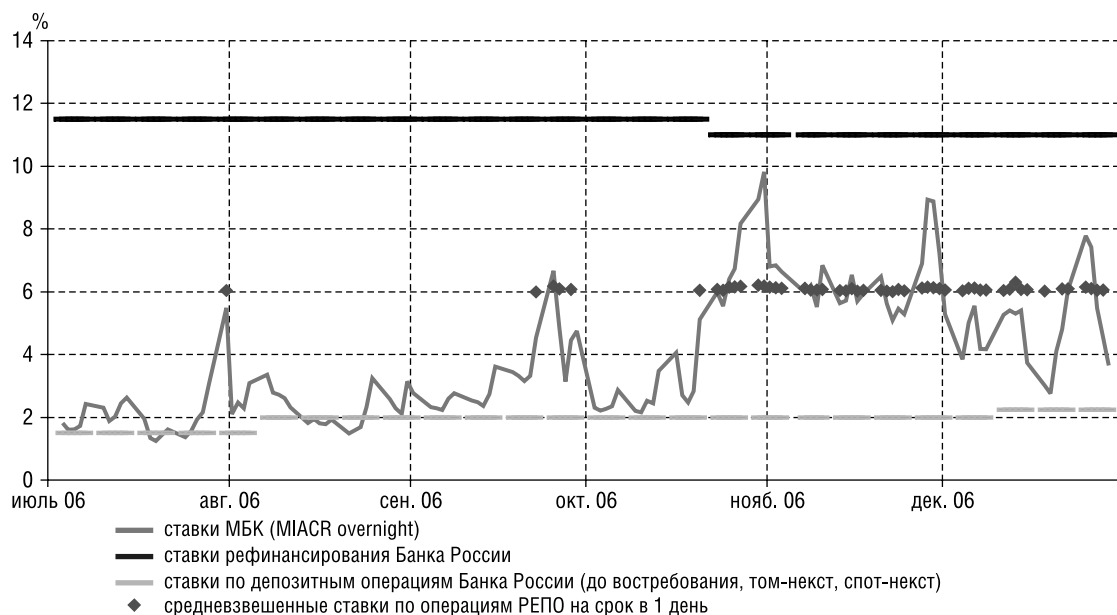


Рис. 1. Процентные ставки межбанковского рынка (МБК) и по операциям Банка России, % годовых

В июле–декабре 2006 года Банк России осуществил однократное снижение ставки рефинансирования. С 23 октября 2006 года ставка рефинансирования установлена на уровне 11%, что ниже предыдущего значения на 0,5 процентного пункта. Снижение Банком России ставки рефинансирования является следствием благоприятной динамики темпа инфляции, который по итогам 2006 года сократился на 1,9 процентного пункта. Приведение уровня ставки рефинансирования в соответствие со сложившейся динамикой темпа инфляции делает возможным поддержание стабильного значения процентной ставки в реальном выражении, что позволяет исключить неблагоприятные последствия роста реальной стоимости денег для российской экономики.

С 11 декабря 2006 года ставки по депозитам до востребования, а также по депозитным операциям «том-нект» и «спот-нект» установлены на уровне 2,25%, т. е. на 0,25 процентного пункта выше своих прежних значений. По депозитным операциям «1 неделя» и «спот-1 неделя» ставки также повышены на 0,25 процентного пункта и установлены на уровне 2,75%. При этом первое повышение процентных ставок по депозитным инструментам во второй половине 2006 года произошло в августе, когда ставки были повышены на 0,5 процентного пункта. За весь рассматриваемый период размер повышения процентных ставок по депозитным операциям Банка России, проводимым на фиксированных условиях, составил 0,75 процентного пункта.

Серия повышений процентных ставок, которую Банк России начал проводить с начала 2006 года, стала одним из направлений процентной политики, реализуемым исходя из сложившейся макроэкономической ситуации в российской экономике, а также изменений на мировых финансовых рынках. Ужесточение денежно-кредитной политики ведущими монетарными властями мира в 2004–2006 гг. привело к расширению спреда внутренних и внешних процентных ставок, что сформировало предпосылки для повышения ставок по стерилизационным инструментам Банка России при соблюдении паритета процентных ставок (рис. 2).

Помимо «внешнего» фактора повышение процентных ставок было обусловлено необходимостью поддержания роста денежного предложения, соответствующего установленным це-

Показатель структурной ликвидности как индикатор процентной политики

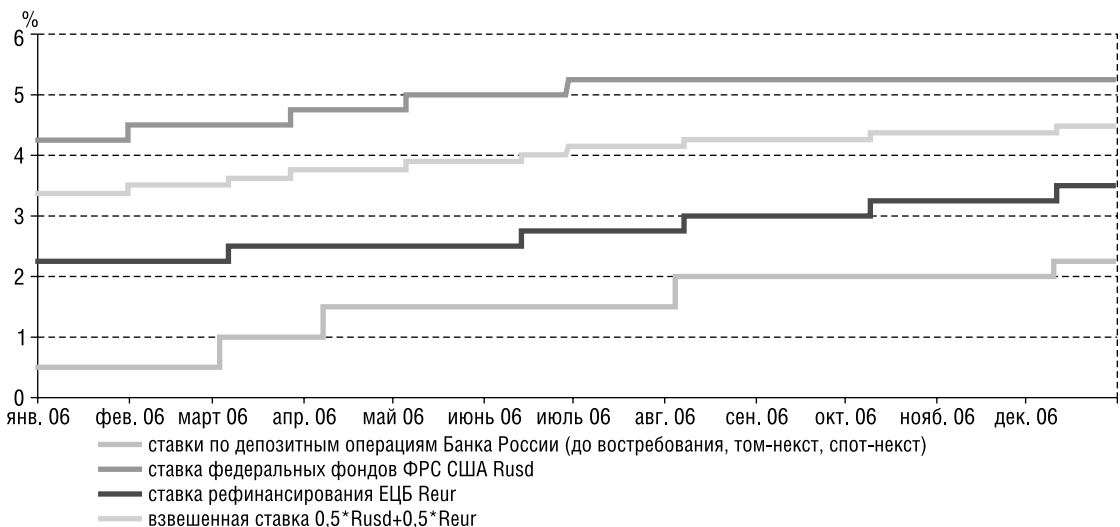


Рис. 2. Динамика базовых процентных ставок в США, Еврозоне и ставок по депозитным операциям Банка России, % годовых

левым уровням инфляции. С учетом сложившихся в 2006 году экономических тенденций, в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2007 год»¹ Банк России уточнил параметры денежной программы на 2006 год, повысив прогнозные темпы роста спроса на деньги до 36–39%. В то же время ожидаемое в 2007 году снижение инфляции, рост российской экономики, повышение склонности населения к сбережению, при сохранении процесса дедолларизации, обусловили оценку прироста спроса на деньги по агрегату M2 в 2007 году в интервале 19–29%, что практически совпадает с первоначальным прогнозом этого показателя на 2006 год. Таким образом, предпринятые Банком России во второй половине 2006 года меры стали естественным следствием изменения макроэкономических условий и более низкого целевого уровня инфляции в 2007 году.

2. Возможности и результаты управления денежным предложением

Ретроспективный анализ показывает, что между динамикой инфляции и лагированным изменением темпов прироста денежной массы наблюдается вполне устойчивая корреляционная связь (рис. 3). Принимая во внимание повышение годовых темпов роста денежного предложения за последние два года, усиление стерилизационной составляющей денежно-кредитной политики следует рассматривать как необходимую меру обеспечения дальнейшего снижения инфляции.

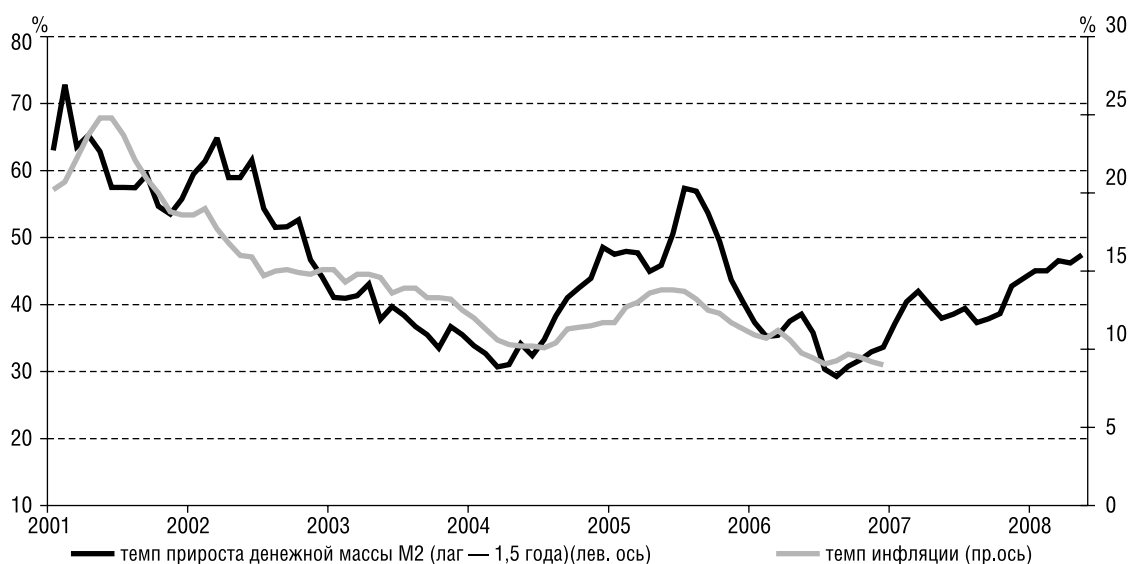


Рис. 3. Динамика темпа инфляции и прироста денежной массы с лагом в 1,5 года, % годовых

Во второй половине 2006 года Банк России продолжил проводить меры по усилению стерилизации избыточной ликвидности. В частности, среднеемесячное значение по 12 месяцам темпов прироста резервных денег (денежная база в широком определении минус наличные деньги) за июль–декабрь выросло более чем на 10 процентных пунктов, обеспечив почти четырехкратное общее годовое повышение этого показателя. В то же время традиционный

¹ www.cbr.ru

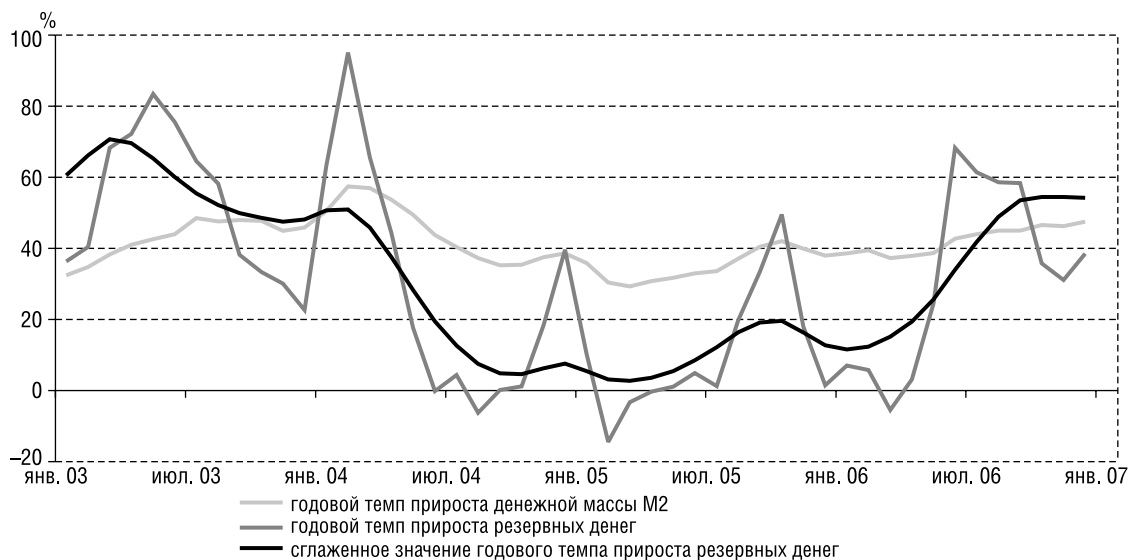


Рис. 4. Соотношение темпов прироста резервных денег и денежной массы, % годовых

для предновогоднего периода рост спроса кредитных организаций на свободные рублевые средства обусловил некоторое снижение востребованности стерилизационных инструментов и имел следствием сокращение темпов прироста резервных денег (рис. 4).

Из состава резервных денег потенциально чувствительными к процентной ставке являются депозиты кредитных организаций в Банке России и облигации Банка России (ОБР). Анализ объемов операций по данным инструментам свидетельствует, что реализованные Банком России в июле–декабре 2006 года меры по повышению процентных ставок не оказали значимого воздействия на динамику резервных денег. Рост уровня этого агрегата в конце рассматриваемого периода объяснялся традиционным увеличением бюджетных платежей,

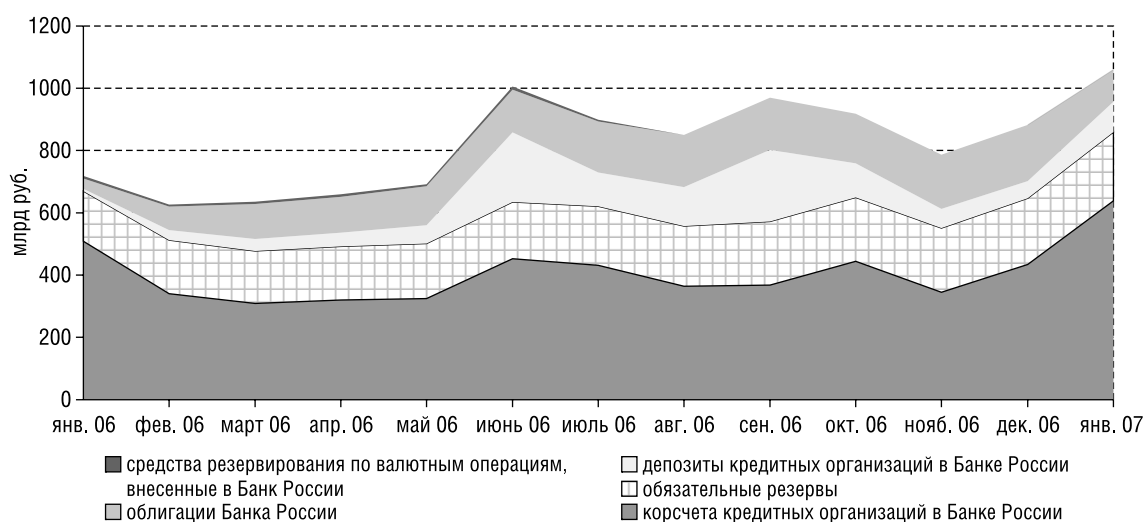


Рис. 5. Объем и структура резервных денег, млрд руб.

стремлением банков улучшить финансовую отчетность и создать «безопасную подушку» ликвидности к концу года.

Важным фактором изменения структуры резервных денег стал выкуп облигаций Банка России по оферте 15 декабря 2006 года. В рамках состоявшегося выкупа кредитные организации получили более 97 млрд руб., а задолженность Банка России по размещенным ОБР сократилась за декабрь со 180,8 млрд руб. до 102,2 млрд руб. Более низкая активность Банка России в операциях с облигациями Банка России во второй половине 2006 года сопровождалась в конце рассматриваемого периода расширением спреда доходности ОБР к рублевым ставкам внутреннего денежного рынка (рис. 6). Повышение доходности ОБР было лимитировано рублевыми ставками внешнего денежного рынка и, кроме того, имело ограниченное влияние на объемы операций.

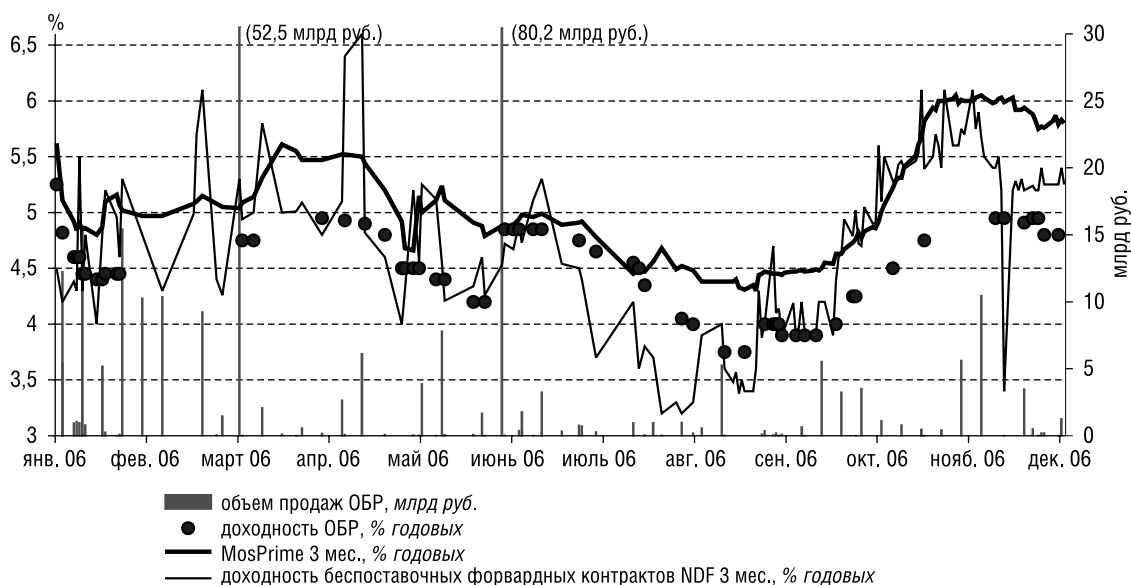


Рис. 6. Итоги операций Банка России с ОБР и процентные ставки денежного рынка

Низкая чувствительность денежной базы к процентной ставке обусловлена ее заметным отличием от нейтрального уровня процентных ставок, при котором объемы операций Банка России по стерилизации и предоставлению ликвидности банковскому сектору одновременно достигают минимальных значений. При ставках денежного рынка выше нейтрального уровня, кредитные организации предъявляют спрос на инструменты рефинансирования (прямое РЕПО). Когда ставки ниже нейтрального значения, кредитные организации используют депозиты в качестве инструмента вложения свободных рублевых средств (рис. 7).

3. Модель определения нейтрального уровня процентных ставок

Для определения нейтрального уровня процентных ставок (r_n) предлагается следующая эконометрическая схема.

Пусть r — фактическая ставка денежного рынка, а $Repo$ и $Depo$ — объемы операций соответственно РЕПО и депозитов банка России. Известно, что оба этих показателя, рассматриваемые как функции регрессии по r , имеют свои минимумы при $r = r_n$.



Рис. 7. Процентная ставка Moslbor overnight и операции Банка России

Следовательно, задача сводится к определению точки минимума функций регрессии

$$\text{Repo} = f_1(r) + \varepsilon_1 \quad (1)$$

и/или

$$\text{Depo} = f_2(r) + \varepsilon_2, \quad (2)$$

где, как показывает соответствующий эконометрический анализ, регрессионные остатки ε_1 и ε_2 обладают высоким уровнем гетероскедастичности и автокорреляции.

Но поскольку для решения обозначенной выше проблемы нам не обязательно восстанавливать (оценивать) конкретный вид регрессионных функций $f_1(r)$ и $f_2(r)$, а следует оценить лишь точку их минимума, то с этой целью мы можем воспользоваться методом локализованного непараметрического оценивания функции регрессии [Greene (2003)], [Pagan, Ullah (1999)]. На первом этапе были выделены интервалы изменения процентных ставок в размере 1 процентного пункта, для каждого из которых рассчитывались значения среднего объема операций и их стандартных отклонений (первые два момента распределения) (рис. 8). Анализ показал, что рост среднего уровня операций сопровождался повышением их волатильности, что стало наглядным подтверждением наличия гетероскедастичности в остатках уравнений (1) и (2).

Для нахождения интервала процентных ставок с наименьшими значениями первых двух моментов, интервал с минимальными значениями среднего объема операций был разделен на более узкие интервалы с диапазоном ставок в размере 20 базисных пунктов. Из них был выбран интервал с наименьшими значениями первых двух моментов, который лежал в диапазоне 4,2–4,4%. В силу несимметричности распределения наблюдений внутри интервала, оценка нейтральной ставки была смещена к левому концу интервала. В результате был сделан вывод о том, что нейтральная ставка находится на уровне 4,25%.

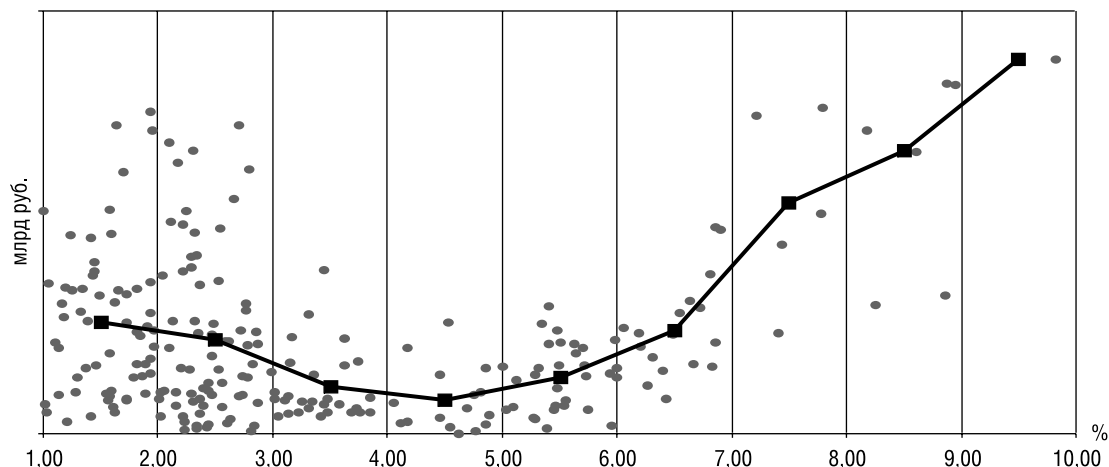


Рис. 8. Объемы операций РЕПО и депозитов Банка России в интервалах процентных ставок

4. Структурная ликвидность — новый индикатор процентной политики Банка России

Индикатором формирования однодневной процентной ставки может служить показатель дневной структурной ликвидности² (DSL), учитывающий объем рублевых средств, доступных банковскому сектору России в пределах одного рабочего дня (без учета текущих операций Банка России). Показатель DSL образуется посредством суммирования остатков средств кредитных организаций (КО) на начало дня, автономных факторов ликвидности и прошлых операций Банка России, расчеты по которым приходятся на текущий день. В течение рассматриваемого периода рост дневной структурной ликвидности сопровождался падением уровня процентных ставок Moslbior overnight, а снижение показателя DSL — повышением процентных ставок. Нейтральному уровню процентной ставки соответствует сбалансированный уровень дневной структурной ликвидности, который в 2006 году составил в среднем 320 млрд руб. (рис. 9). Наибольшие отклонения от среднего уровня ликвидности наблюдались в декабре, когда под действием факторов, характерных для окончания календарного года, сбалансированный уровень дневной структурной ликвидности вырос приблизительно на 180 млрд руб. и находился на отметке около 500 млрд руб.

Главным источником пополнения свободных рублевых средств банковской системы в июле–декабре 2006 года были валютные операции Банка России (рис.10). В последнем месяце рассматриваемого периода дополнительными факторами повышения уровня корсчетов кредитных организаций стали выкуп облигаций Банка России по оферте, состоявшейся 15 декабря, и бюджетные выплаты. При этом значительная доля этих средств была переведена в наличную форму для финансирования потребительских расходов в предновогодний и новогодний периоды.

² Показатель «дневной структурной ликвидности» рассчитывается как сумма уровня остатков средств на корсчетах кредитных организаций на начало дня и величины повышения (понижения) остатков средств на корсчетах кредитных организаций в течение данного дня, за исключением повышения (понижения), обусловленного операциями Банка России, проведенными в данный день.

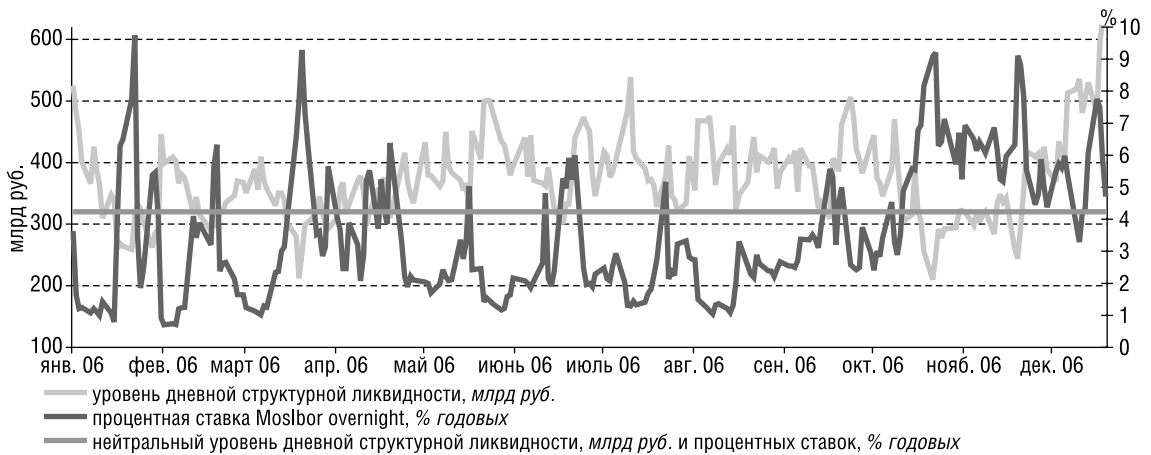


Рис. 9. Процентная ставка Moslbor overnight и дневная автономная ликвидность банковского сектора

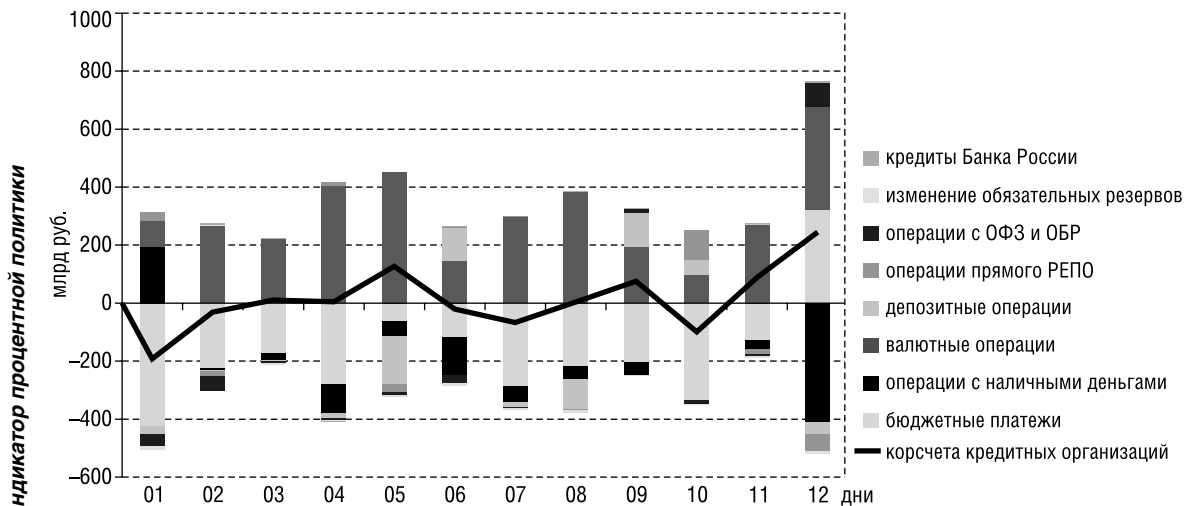


Рис. 10. Факторы изменения корреспондентских счетов кредитных организаций

Закключение

В течение рассмотренного периода Банк России последовательно проводил курс на повышение роли процентной политики посредством сужения коридора процентных ставок. В работе представлены проблемы управления денежным предложением в текущих условиях, а также предложены новые показатели банковской ликвидности. Показатель структурной ликвидности выступает в настоящее время ключевым индикатором политики управления ликвидностью ведущих центральных банков мира, поэтому его использование в принятии оперативных решений могло бы значительно повысить эффективность мер процентной политики Банка России.

Список литературы

Greene W. Econometric analysis. New York: Prentice Hall, 2003.

Pagan A., Ullah A. Nonparametric econometrics, Cambridge: Cambridge University Press, 1999.